



Ó|GR ÓRAMA
GESTÃO DE
RECURSOS

Carta Trimestral
Outubro 2022

Comentários da Gestão	2
<hr/>	
O ciclo de mercado	4
<hr/>	
O contexto macroeconômico e o setor imobiliário	7
<hr/>	
O contexto microeconômico do setor imobiliário	11
<hr/>	
Oportunidades	14
<hr/>	
Fundos de Investimento	16

Comentários da Gestão

Dividimos nosso processo de alocação em duas etapas: (i) a decisão de alocação com um olhar de longo prazo; e (ii) a alocação tática para otimização dos portfólios. Enxergando o futuro como uma gama de possibilidades e uma distribuição de probabilidades, estamos sempre balanceando o nível de risco de nossos mandatos.

Em seu livro *Dominando o ciclo de mercado*, Howard Marks trouxe ensinamentos que fazem parte de nosso processo de gestão. Para ele, o objetivo de um investidor é posicionar o capital para se beneficiar de desenvolvimentos futuros. E, aceitando que não é possível prever o futuro, um entendimento acima da média sobre tendências e a forma de se posicionar frente a estas traz retornos superiores.

“Compreender os ciclos e ter os meios emocionais e financeiros necessários para superá-los é um ingrediente essencial para o sucesso do investimento”¹

Nunca sabemos quando o mercado vai mudar de direção, por quanto tempo, o quão rápido serão os movimentos ou o quanto os extremos irão se distanciar da média. No entanto, economias, companhias e mercado operam de acordo com padrões cíclicos e saber o porquê e o que cria esses movimentos são diferenciais.

Em nossa carta de maio, falamos sobre o movimento de inflexão que enxergávamos se aproximando com o eminente fim do ciclo de aperto monetário e a proximidade das eleições. Observando ciclos anteriores, é quando a Selic está no máximo que a bolsa atinge o mínimo além de que os

¹ Dominando o ciclo de mercado – Howard Marks

movimentos de queda na bolsa antes da eleição são tão comuns quanto os de alta que sucedem. No mês seguinte, aumentamos nossa exposição e iniciamos um movimento de rotação setorial em nossa estratégia de renda variável.

Depois de anunciar 12 elevações consecutivas, o Comitê de Política Monetária (Copom) divulgou, na reunião de setembro, a manutenção da taxa básica de juros em 13,75%, sinalizando ao mercado que o ciclo de alta iniciado um ano e meio antes terminou.

A expectativa de que a taxa básica de juros volte a cair no próximo ano, aliada ao ambiente mais previsível esperado para depois do período eleitoral, fortalece nossa tese de que já se iniciou um processo de inflexão. Com isso, voltamos nossa atenção para setores cíclicos, dentre eles o mercado imobiliário.

Enxergamos oportunidades em renda variável, com o desconto em ações de incorporadoras e fundos imobiliários, e em renda fixa, com o descasamento de oferta e demanda que vêm aumentando o prêmio dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs). Aproveitamos essas oportunidades em nossos fundos de acordo com cada mandato.

Na carta desse trimestre, vamos focar na parte tática de nosso processo de alocação, explicando o conceito de ciclo de mercado e nossa visão para o mercado imobiliário.

Reforçamos aqui que estamos abertos a críticas e elogios em nossos canais de atendimento. Esperamos que gostem.

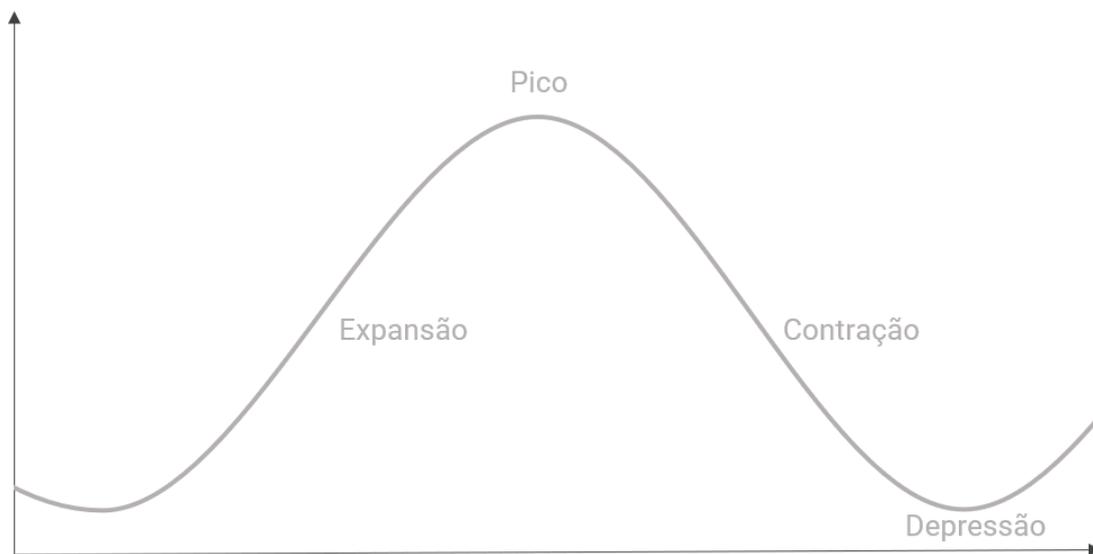
Equipe Órama Gestão de Recursos

O ciclo de mercado

“A história não se repete, mas frequentemente rima”²

Os ciclos não são regulares, dependentes ou previsíveis e, por isso, quem consegue entendê-los tem retornos superiores ao mercado. Para o investidor que está atento a essas variações, os ciclos deixam de ser forças incontroláveis e se tornam **fenômenos que podem ser avaliados e usados no processo de alocação**.

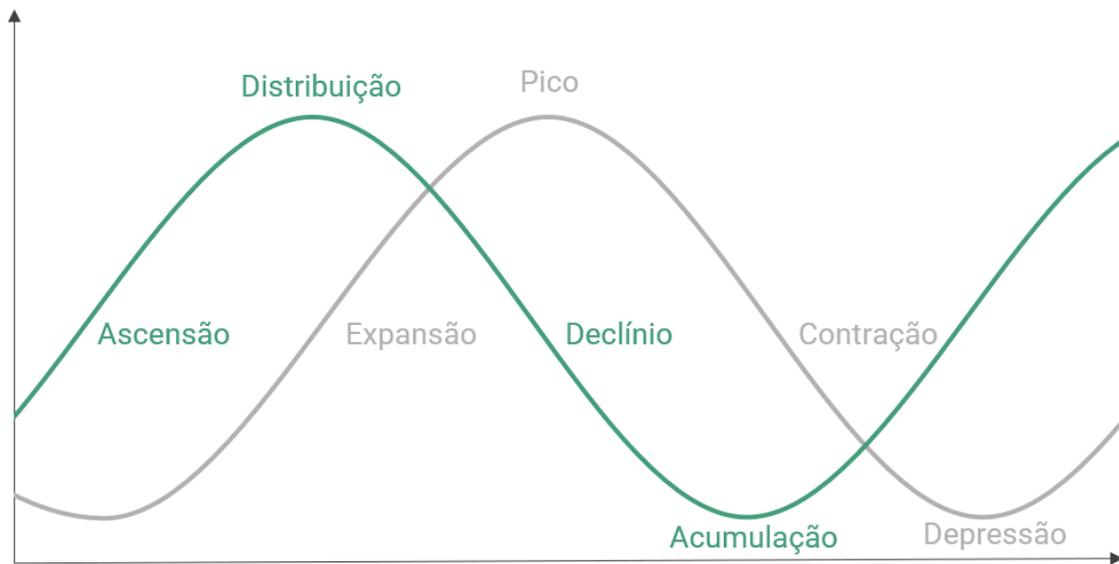
Para facilitar o entendimento, podemos separar o ciclo econômico do ciclo de mercado. Vamos descrever o ciclo econômico em quatro etapas: **expansão, pico, contração e depressão**. Essas fases ocorrem de forma recorrente na história com frequência e magnitude que dependem de diversas variáveis como taxas de juros, emprego, atividade, inflação etc.



Elaboração: Órama Gestão de Recursos.

² Mark Twain

Companhias, instituições financeiras, governos e indivíduos reagem a essas flutuações causando padrões de expansão e retração que se alternam ao longo do tempo. Dessa forma, também podemos identificar um ciclo próprio para o mercado e descrevê-lo em estágios: **ascensão, distribuição, declínio e acumulação**. Como os investidores antecipam os caminhos da economia e já se posicionam de acordo, **os ciclos de mercado costumam anteceder os ciclos econômicos**.



Elaboração: Órama Gestão de Recursos.

É quando operamos nos extremos que podemos esperar maior probabilidade de sucesso. Muitos investidores continuam tomando risco durante a fase de distribuição e evitando risco na fase de acumulação. Avaliar os ciclos de mercado ajuda a evitar esses vieses que surgem nos momentos de inflexão. Quando o otimismo e os preços estão altos, deveríamos estar mais cautelosos. Quando o pânico cria barganhas, o posicionamento pode ser mais agressivo.

“Podemos nunca saber para onde estamos indo, mas é melhor ter uma boa ideia de onde estamos”³

Não podemos afirmar quando uma fase do ciclo já acabou até que isso efetivamente aconteça, mas conseguimos inferir, mesmo que sem precisão, em que fase estamos e, conseqüentemente, para onde caminhamos.

Enquanto o Brasil chegou ao fim do aperto monetário e parece já estar na fase que antecede um período expansivo, os países desenvolvidos estão mais atrasados nesse processo. **O descasamento entre o ciclo econômico do nosso país e o global cria oportunidades de alocação.**

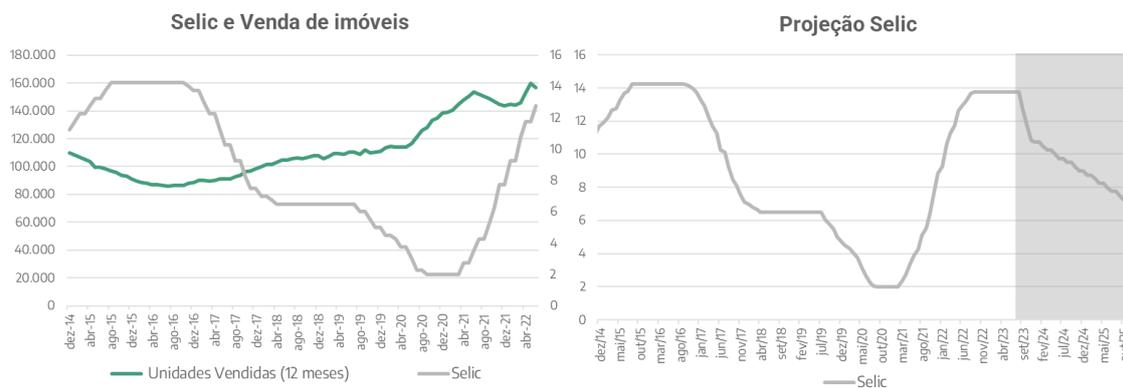
Se existe um setor que se beneficia da expansão da economia brasileira e da contração da economia global é o **setor imobiliário, que combina demanda relacionada à economia doméstica com custos derivados de preços internacionais.**

³ O mais importante para o investidor - Howard Marks

O contexto macroeconômico e o setor imobiliário

A demanda por imóveis é cíclica e, portanto, fortemente correlacionada a variáveis econômicas como taxa de juros, nível de atividade e inflação.

O Brasil puxou a fila dos aumentos de juros entre as grandes economias mundiais a ponto de começar a interromper as altas, enquanto os Estados Unidos e a União Europeia ainda estão caminhando nesse processo. **A expectativa de que, no próximo ano, a taxa básica de juros volte a cair é o primeiro vetor que enxergamos para investir no mercado imobiliário.**



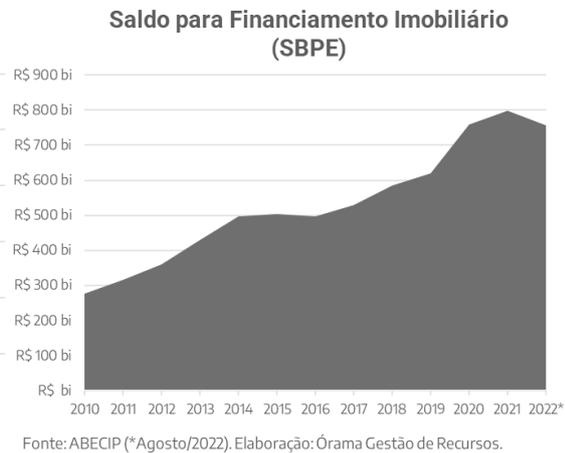
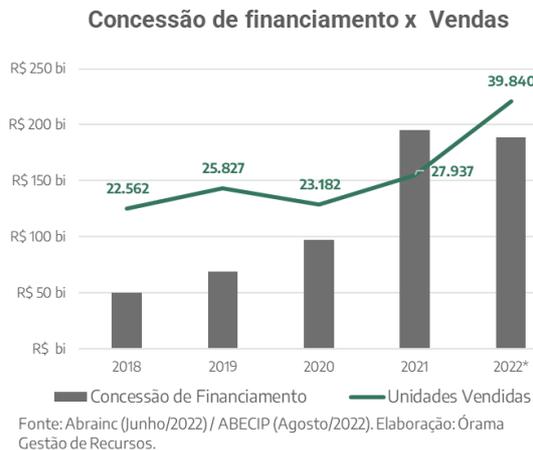
Fonte: Abreinc (Junho/2022) / Quantum Axis (23/09/2022). Elaboração: Órama Gestão de Recursos.

Fonte: IBGE / BCB e Órama DTVM; Elaboração: Órama Gestão de Recursos

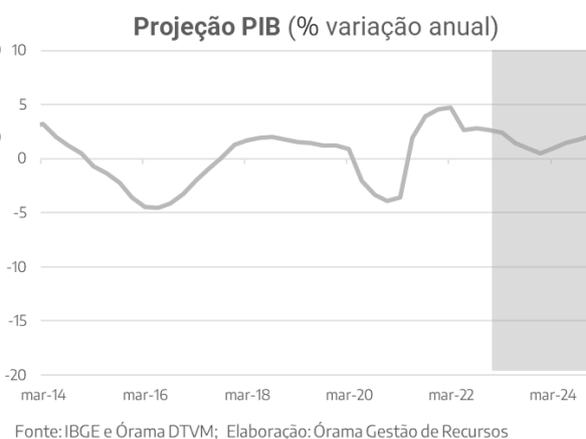
Mesmo que o custo do financiamento habitacional não oscile na mesma proporção da Selic, as variações da taxa básica de juros balizam as decisões dos bancos que emprestam dinheiro para as incorporadoras desenvolverem seus projetos e para os clientes comprarem a casa própria.

O desempenho do segmento residencial está diretamente relacionado ao poder de compra da população e, conseqüentemente, à disponibilidade de crédito e condições de financiamento. As concessões de financiamento imobiliário pelo Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE)

seguem impulsionando as vendas do setor e o saudável saldo da caderneta de poupança reduz riscos nessa frente.



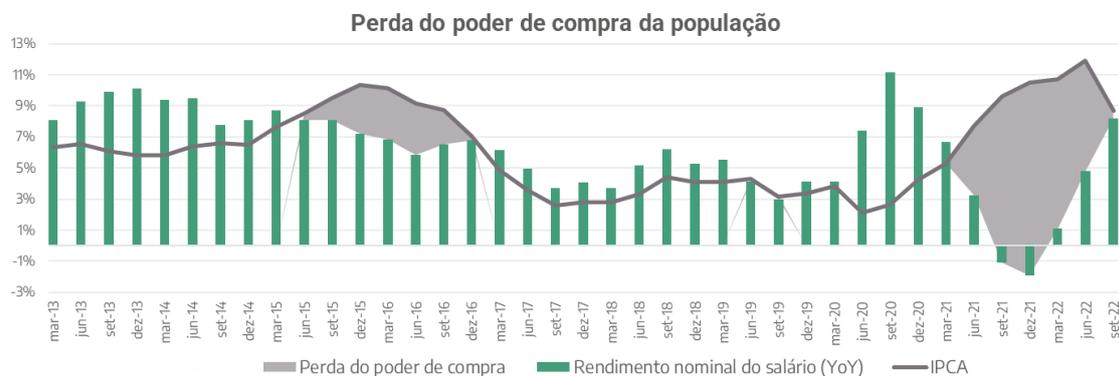
Quanto ao nível de atividade da economia brasileira, apesar da expectativa de desaceleração em 2023, enxergamos o país em posição de destaque frente a seus pares globais o que deve guiar um nível de crescimento saudável para os próximos anos. As projeções da equipe de macroeconomia da Órama indicam um crescimento de 2,8% para 2022 e 1,5% para 2023. Recentemente, o Fundo Monetário Internacional (FMI) elevou sua previsão de crescimento para a economia brasileira em 2022, de 1,7% para 2,8%, reduzindo de 1,1% para 1,0% em 2023.



Nossa tese é fortalecida pelos dados de criação de emprego formal do Ministério do Trabalho que vêm superando as expectativas do mercado. Levantamento do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) apontou que, de janeiro a setembro, foram abertas 2,147 milhões de vagas de emprego com carteira assinada.

Nesse contexto, o alívio da inflação é o segundo vetor que enxergamos para o setor pelo impacto esperado, tanto na demanda doméstica, quanto nos custos das incorporadoras.

Do lado da demanda doméstica, o processo de arrefecimento da inflação ajuda a recuperação do poder de compra das famílias, após dois anos de forte impacto negativo.

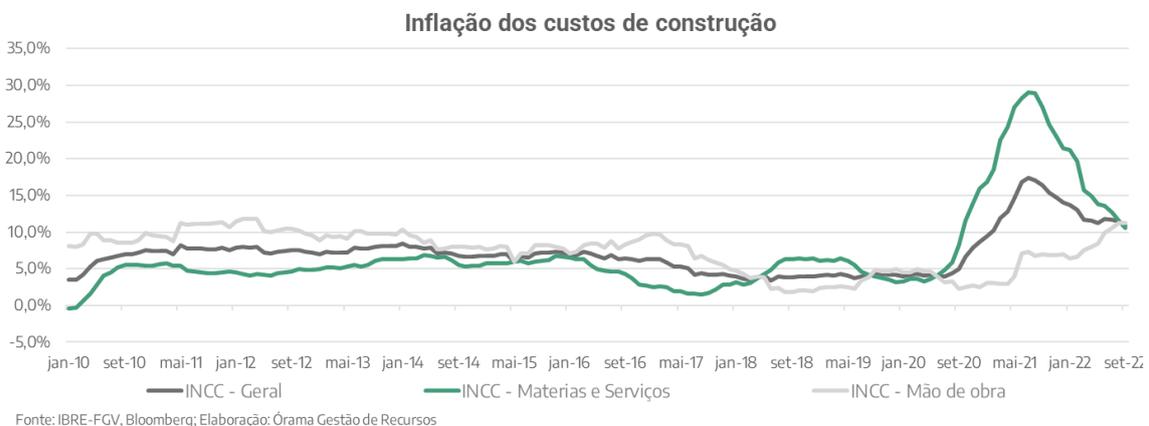


Fonte: PNAD e IBGE, Bloomberg; Elaboração: Órama Gestão de Recursos

O Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) registrou, em setembro, deflação pelo terceiro mês consecutivo. No ano, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acumula alta de 7,17% em 12 meses. Ainda que grande parte da deflação observada tenha sido causada por medidas artificiais, o início do processo de ajuste monetário no resto do mundo deve compensar uma possível volta dos impostos em 2023 e contribuir para o contínuo alívio na renda disponível das famílias. A

expectativa da equipe de macroeconomia da Órama para o IPCA é de 5,6% para 2022 e 4,7% em 2023.

Do lado da oferta, o arrefecimento da inflação de custos de construção melhora a perspectiva para margens das incorporadoras e viabiliza um número maior de projetos imobiliários.



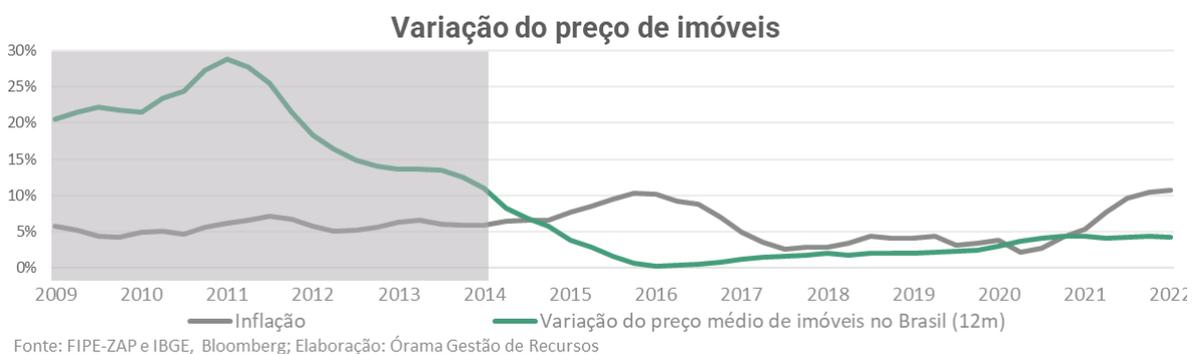
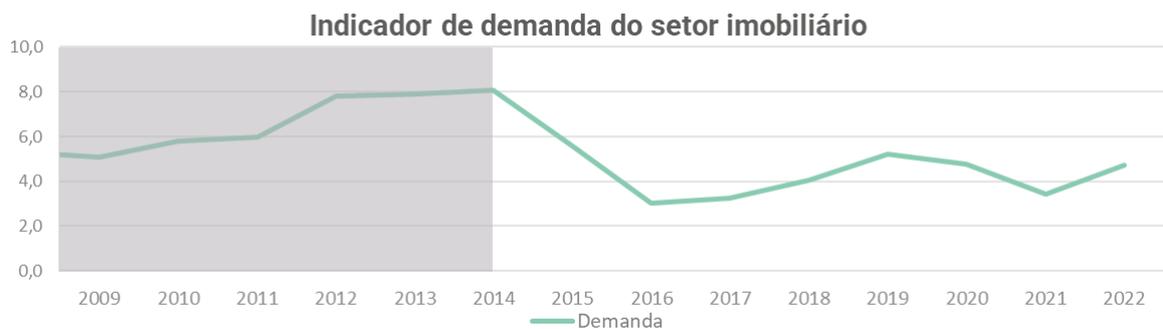
O Índice Nacional de Custo da Construção (INCC) de materiais e serviços foi o maior detrator para as margens das incorporadoras nos últimos anos devido ao aumento do preço de commodities negociadas no mercado internacional. Com o aumento de juros nos países desenvolvidos, nossa expectativa é de que os custos de construção continuem em uma trajetória positiva

O contexto microeconômico do setor imobiliário

No último ciclo de contração da economia brasileira, entre 2014 e 2017, o setor imobiliário brasileiro passou por uma dura crise setorial. No lado microeconômico, é válido destacar os motivos que nos levam a afastar de nosso cenário base a possibilidade de uma crise como a que aconteceu naquele período.

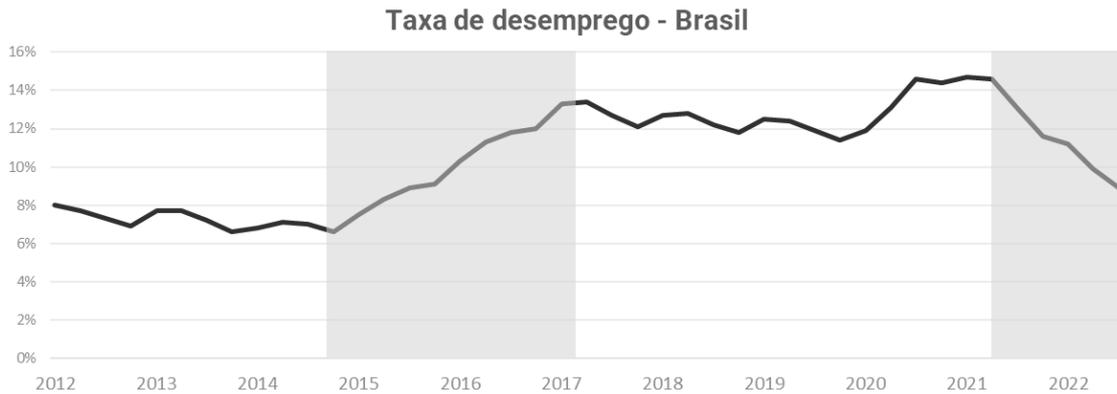
1. Demanda e preços de imóveis

Entre 2007 e 2014 a forte demanda por imóveis causou uma subida acelerada de preços, muito acima da inflação do período. Mesmo com uma melhora nos indicadores de demanda, estamos longe do nível de 2014 e a trajetória dos preços tem se mostrado saudável.



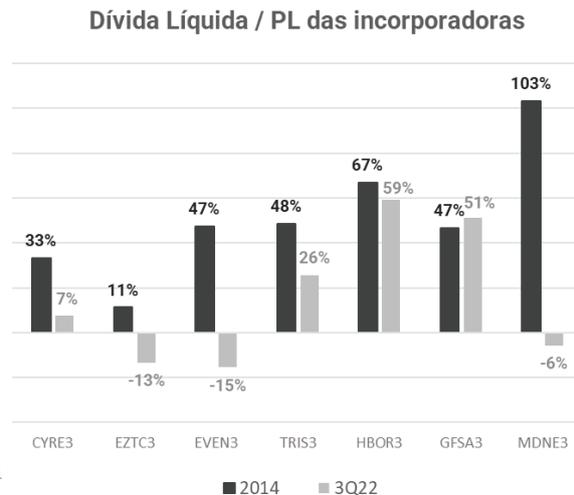
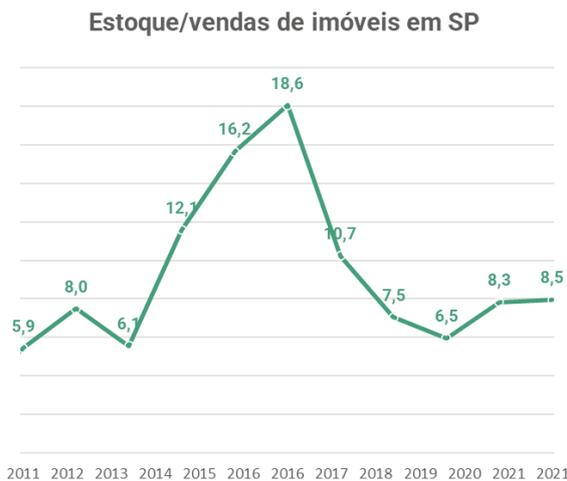
2. Desemprego

Estamos observando a diminuição do desemprego, enquanto, entre 2015 e 2017 a taxa de desemprego saiu de 7% para 12%.



3. Estoques e endividamento das companhias

Os estoques de imóveis estão abaixo do nível de 2014, e o perfil de endividamento das companhias, mais adequado.



4. Distrato

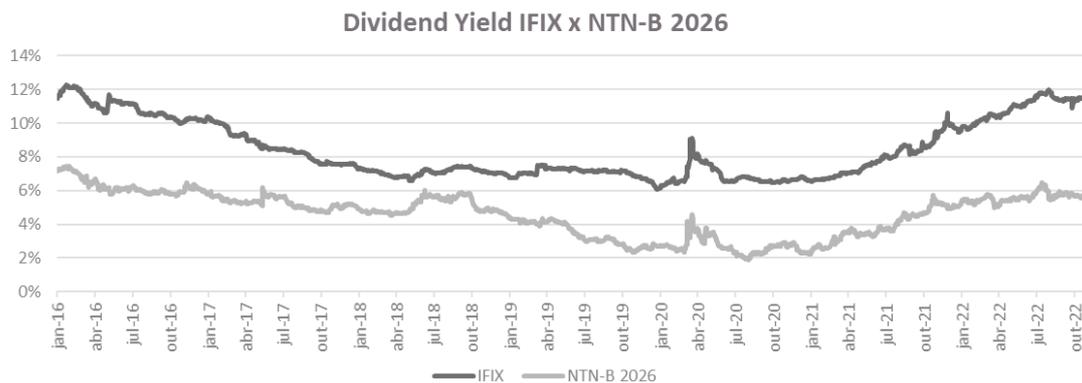
A Lei 13.786/18, sancionada em 2017, disciplina o distrato de imóveis, protegendo a incorporadora e os compradores. Em 2015, quando as incorporadoras lidavam com a imprevisibilidade do judiciário, os distratos atingiram níveis recordes. A lei do distrato define que o desistente é reembolsado em apenas 50% do valor pago tornando a desistência unilateral pelo comprador do imóvel menos provável.



Fonte: Bloomberg (23/09/2022) / Abrainc (Junho/2022). Elaboração: Órama Gestão de Recursos.

Oportunidades

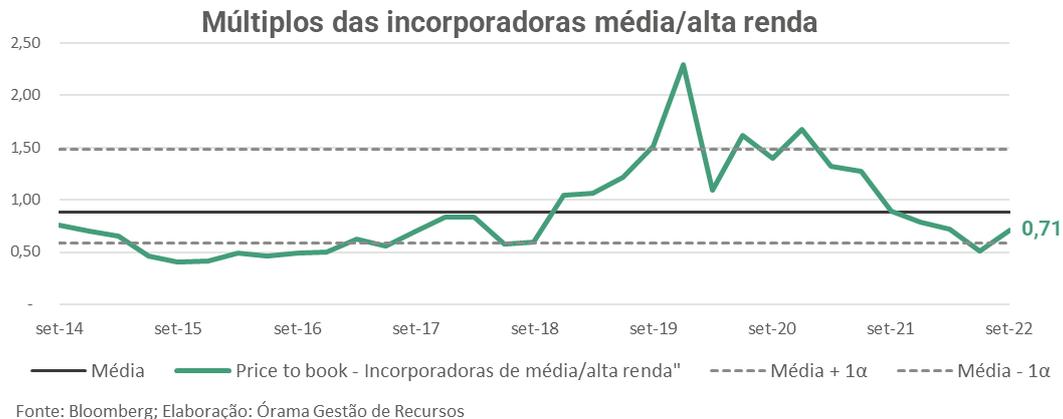
O prêmio dos fundos imobiliários, medidos pela diferença entre o rendimento dos dividendos e a taxa da NTN-B 26, fecharam o mês de outubro em 5,9% frente a média de 3,8%.



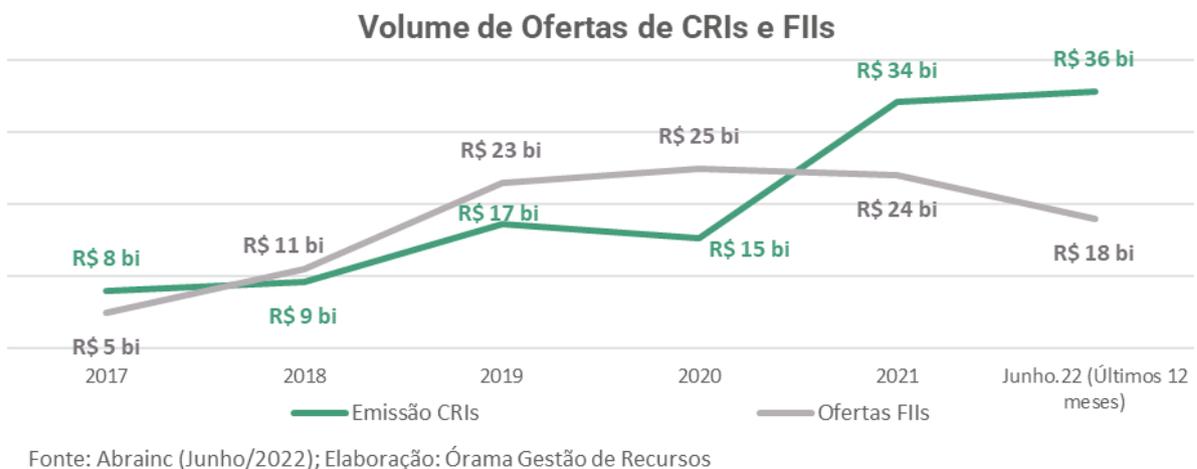
A correlação negativa entre o IFIX e a Selic fortalece nossa tese de que estamos no melhor momento para investir no mercado imobiliário.



Ainda em renda variável, enxergamos descontos nas ações de incorporadoras que devem continuar se beneficiando do fechamento dos juros reais.



Na renda fixa, o aumento das ofertas de CRIs, aliada à redução na captação de fundos imobiliários traz um descasamento de oferta e demanda que tem contribuído para o aumento do prêmio desses títulos.



Aproveitamos essas oportunidades em nossos fundos de acordo com cada mandato. Por fim, encerramos nossa carta com mais uma frase:

“Durante o pânico, as pessoas gastam 100% do seu tempo certificando-se de que não haverá perdas... quando deveriam se preocupar em perder grandes oportunidades.”⁴

⁴ Dominando o ciclo de mercado – Howard Marks

Fundos de Investimento

Fundos	Início	Rentabilidades				
		out/22	Ano	12M	24M	Início
Órama Tático FIM	30/nov/11	7,00%	16,23%	17,28%	30,92%	145,32%
Ibovespa		5,45%	10,70%	12,11%	23,51%	104,02%
Órama Dêbentures Incentivadas FI Infraestrutura RF	03/out/16	0,81%	6,64%	10,01%	16,93%	68,20%
IMA-Geral		1,01%	8,88%	11,80%	12,98%	66,08%
Órama Multi Cred FIC FIM CP	30/abr/20	1,23%	12,02%	14,00%	20,35%	22,96%
CDI		1,02%	10,00%	11,49%	15,20%	16,50%
Órama Corporate FIM CP	28/fev/19	1,18%	12,03%	14,47%	18,41%	26,01%
CDI		1,02%	10,00%	11,49%	15,20%	23,77%
Órama Liquidez FIRF	12/ago/21	1,11%	11,90%	13,76%	-	15,38%
CDI		1,02%	10,00%	11,49%	15,20%	12,81%
Órama DI FIRF Simples LP	22/dez/10	1,07%	10,19%	11,72%	15,72%	163,50%
CDI		1,07%	10,00%	11,49%	15,20%	174,39%
Órama Inflação IPCA FIRF LP	30/nov/11	1,77%	8,12%	12,09%	15,55%	193,37%
Órama Ouro FIM	31/out/12	-4,61%	-17,46%	-16,46%	-24,16%	85,08%

DISCLAIMER

Órama Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (“Órama”), é uma instituição autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários a prestar o serviço de administração de carteira de valores mobiliários, de acordo com o Ato Declaratório no 11.666, de 10 de maio de 2011. As informações aqui contidas são de caráter informativo, bem como não se trata de qualquer tipo de análise ou aconselhamento para a realização de investimento, não devendo ser utilizadas com esses propósitos, nem entendidas como tais. A Órama não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações aqui divulgadas. Os investimentos em fundos estão sujeitos a riscos específicos de mercado. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS - FGC. LEIA O REGULAMENTO, O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES E A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS DOS FUNDOS ANTES DE INVESTIR.



Praia de Botafogo, 228 – 18º andar - Botafogo, Rio de Janeiro – RJ

CEP: 22451-041 | orama.com.br

Atendimento: 0800 728 0880 | +55 (21) 3797 8000

Ouvidoria: 0800 724 0193